

**ESTRATÉGIAS DEFENSIVAS EM OPERAÇÕES PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO  
REALIZADAS EM PORTUGAL – PERÍODO DE 1991 A 2014**

**João Paulo Braga**

Porto, Portugal

**Luís Pereira Gomes**

Professor Adjunto

ISCAP – Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto

CECEJ – Centro de Estudos em Ciências Empresariais e Jurídicas

**Área Temática: B) Valorización y Finanzas**

**Palabras clave:** Estrategias defensivas, OPA, Bid Premium (Premio), Adquisición Hostil, Corporate Governance

**Palavras-chave:** Estratégias defensivas, OPA, Bid Premium (Prémio), Aquisição Hostil, Corporate Governance

# **ESTRATÉGIAS DEFENSIVAS EM OPERAÇÕES PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO REALIZADAS EM PORTUGAL – PERÍODO DE 1991 A 2014**

## **Resumen**

La comprensión del concepto de OPA es esencial para entender el funcionamiento de la combinación de negocios. El objetivo de este artículo es entender cuáles son las estrategias más eficaces en el contexto de OPA. La investigación ha tenido en consideración una encuesta dirigida a las empresas portuguesas envueltas en OPA's, en el periodo entre 1991 y 2014. Los resultados de las 14 respuestas destacan que la Recompra de Acciones es la estrategia más utilizada, tanto en situaciones de defesas pre propuesta como en defesas pos propuesta. Esta estrategia evitó el suceso de propuestas en más de mitad de las operaciones en que fue utilizada. Cinco de las operaciones tuvieron cariz hostil y siete de ellas eran expectables por las empresas visadas.

## **Resumo**

A compreensão do conceito de OPA é essencial para entender o funcionamento das combinações empresariais. O objetivo deste artigo é perceber quais as estratégias defensivas mais eficazes em contexto de OPA. O nosso estudo considerou um inquérito dirigido a 192 empresas portuguesas envolvidas em OPA's no período de 1991 a 2014. Os resultados das 14 respostas destacam que a Recompra de Ações é a estratégia defensiva mais utilizada, tanto em situações de defesas pré-proposta como em pós-proposta. Esta estratégia evitou o sucesso das propostas em mais de metade das operações em que foi utilizada. Cinco das operações tiveram cariz hostil e sete delas eram expectáveis pelas empresas-alvo.

## 1. Introdução

A investigação científica internacional tem dado uma importância relevante às combinações empresariais realizadas no mercado globalizado. As fusões e aquisições (F&A) são cada vez mais um veículo de crescimento externo utilizado pelas empresas para satisfazerem os seus objetivos estratégicos. Neste contexto identificam-se as operações públicas de aquisição (OPA), cujas circunstâncias estão pouco estudadas em Portugal, onde o fenómeno se registou por diversas vezes nas duas últimas décadas. Uma das formas de reagir por parte das empresas-alvo consiste na implementação de estratégias que possam contrariar o sucesso daquelas iniciativas.

O objetivo essencial deste artigo centra-se na procura das estratégias defensivas que se mostraram mais eficazes para as empresas-alvo reagirem contra OPA's hostis realizadas no mercado português. No desenvolvimento do estudo empírico foram consideradas 14 respostas de inquéritos dirigidos a agentes que participaram em operações de aquisição registadas na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) durante o período compreendido entre 1991 e 2014. A definição do objetivo proposto requer a utilização de uma abordagem qualitativa com recurso ao método dedutivo.

O artigo está dividido em cinco capítulos. No segundo capítulo apresenta-se uma revisão da literatura sobre as principais formas que envolvem as operações de aquisição e sobre os argumentos subjacentes a cada modalidade. Além disso, aborda assuntos que envolvem estas operações, como a proteção da gestão, o interesse do acionista, o *corporate governance* – explicado pela teoria da agência –, o *bid premium* e a *tender offer*. No capítulo seguinte descrevem-se as estratégias defensivas mais comuns, considerando-se uma classificação entre preventivas e ativas. No quarto capítulo realiza-se o estudo empírico, recorrendo ao levantamento de hipóteses em função do objetivo proposto, caracterizando-se o inquérito dirigido aos agentes que participaram nos processos de aquisição, apresentando-se os resultados e a discussão. No último capítulo sintetizam-se as conclusões.

## 2. Aquisições Empresariais

As F&A representam uma parte substancial das operações realizadas entre empresas que atuam em mercados de capitais evoluídos, transformando grandes corporações ou sociedades multinacionais e transnacionais. Uma forma para as empresas crescerem e amadurecerem pela via externa consiste na tomada de decisões de união ou controlo, fundindo-se ou adquirindo outras empresas. “*Nas aquisições, o património total de uma*

empresa de menor dimensão passa a ser controlado total ou parcialmente por uma empresa de maior dimensão”<sup>1</sup>.

## 2.1. Aquisição Vertical e Aquisição Horizontal

Uma aquisição vertical acontece quando uma empresa ganha propriedade sobre outra empresa que trabalha na mesma indústria, mas em estádios de produção diferentes (Weston, Mitchell & Mulherin, 2004). Este tipo de aquisição é seguido para a obtenção do controlo total da cadeia produtiva, fortalecendo a posição no mercado.

A aquisição horizontal acontece envolvendo duas empresas que operam e competem na mesma indústria. A junção das duas entidades pode resultar numa empresa globalmente mais capaz de enfrentar o mercado (Weston *et al.*, 2004; Gaughan, 2005). Com a operação expande-se a capacidade do adquirente, mas a estrutura de negócios e seu *modus operandi* continua o mesmo.

A tabela<sup>2</sup> seguinte mostra algumas das vantagens / desvantagens decorrentes da adoção da integração horizontal e da integração vertical como forma de crescimento empresarial. Verifica-se que parte das desvantagens da integração vertical prende-se com ineficiências da nova empresa (após operação de aquisição). Por outro lado, o número de vantagens e desvantagens é menor na integração horizontal, porque reduz a concorrência e diminui a complexidade da “logística” posterior.

**Tabela 1: Integração Horizontal vs Integração Vertical**

	Integração Horizontal	Integração Vertical
Vantagens	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Custos mais baixos</li> <li>. Maior diferenciação</li> <li>. Maior poder de mercado</li> <li>. Competição reduzida</li> <li>. Acesso a novos mercados</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Custos mais baixos</li> <li>. Melhor fornecimento, + recursos</li> <li>. Melhor coordenação</li> <li>. Melhor distribuição</li> <li>. Maior quota de mercado</li> <li>. Mais competências</li> <li>. Facilita investimento</li> </ul>
Desvantagens	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Valor destruído</li> <li>. Consequências legais</li> <li>. Flexibilidade reduzida</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Maiores custos, se ineficiente</li> <li>. Falta de concorrência, menos qualidade</li> <li>. Flexibilidade reduzida</li> <li>. Problemas legais (monopólio)</li> <li>. Desvantagem competitiva</li> </ul>

Fonte: elaboração própria.

<sup>1</sup> “Manual de Fusões e Aquisições de Empresas no Sector das TIC”, <<http://www.anetie.pt/userfiles/9/file/documentos/Coopera%C3%A7%C3%A3o%20Competitiva/Manual%20de%20Fus%C3%B5es%20e%20Aq%20de%20Empresas%20no%20Sector%20das%20TIC%281%29.pdf>>, Anetie, p.6.

<sup>2</sup> “Strategic Management Insight, “Horizontal Integration & Vertical Integration”, <<http://www.strategicmanagementinsight.com/topics/horizontal-integration.html>> e <<http://www.strategicmanagementinsight.com/topics/vertical-integration.html>>

## 2.2. Aquisição Conglomerada

A aquisição conglomerada acontece quando uma empresa adquire outra que opera e se situa numa indústria completamente diferente, estabelecendo condições para diversificar o risco e a exposição ao mercado, bem como para criar grupos inteiramente independentes uns dos outros (Herger & McCorriston, 2013).

## 2.3. Aquisição Hostil

Esta operação ocorre quando a decisão da empresa adquirente vai contra a vontade da gestão da empresa-alvo (Johansson & Torstensson, 2008). Também pode ser classificada como hostil quando for lançada sem comunicação ao conselho de administração da empresa-alvo e diretamente dirigida aos seus acionistas. Normalmente, as aquisições hostis visam ganhar o poder acionista da empresa-alvo e, muitas vezes, uma proposta amigável pode tornar-se hostil (Zarin & Yang, 2007). Também pode acontecer a situação contrária, em função do decorrer das negociações, em que uma proposta hostil se transforma em amigável (Schwert, 2000).

Normalmente, uma proposta amigável é preferida por parte da empresa adquirente, já que resulta num custo global muito inferior. Além disso, também enfrentará menor oposição ao nível negocial, de mercado ou judicial.

Considerando que as aquisições hostis são, muitas vezes, autênticos dilemas para as empresas, na medida em que as propostas podem ter efeitos positivos ou negativos, torna-se extremamente difícil calcular o impacto de uma operação deste género. Os autores Zarin & Yang (2007) referem que uma empresa subavaliada, devido a ineficiência da gestão ou a baixo valor das suas ações, pode sofrer propostas de aquisição hostis. Estas propostas, geralmente, envolvem a substituição da gestão e a implementará de estratégias conducentes à valorização da empresa, que beneficiarão os seus acionistas. Por outro lado, a defesa contra essa proposta pode ter efeitos nefastos para a empresa-alvo e para os seus acionistas, refletindo-se no valor das ações (Steinbächer, 2007).

**Tabela 2: Argumentos Contra e a Favor da Aquisição Hostil**

Argumentos Autores	Favor	Contra
Steinbächer (2007)	<ul style="list-style-type: none"><li>. Efeito das Sinergias</li><li>. Valor subavaliado da empresa-alvo</li><li>. Posição de mercado</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>. Impacto da proposta na gestão da empresa-alvo</li><li>. Possibilidade de ocorrência de <i>Management Entrenchment</i></li></ul>

Demidova (2007)	. Desenvolvimento do mercado pelo controlo das empresas	
Carvalho (2012)		. Criação de externalidades negativas . Deterioração dos outros interesses dos <i>stakeholders</i> . Perda de bem-estar social.
Jensen e Ruback (1983)	. Redução de custos de agência . Criação de economias de escala . Maior eficiência	
Martynova e Renneboog (2006)	. Redução de custos . Exploração de novos mercados	
DePamphilis (2010, 2011)	. Efeito-surpresa	. Aumento de custos de aquisição . Possível criação de ambiente de “leilão” . Composição da administração . Processo de integração
Gaspar e Matos (2005)	. Baixo grau de compromisso de um investidor	

Fonte: elaboração própria.

### **Management Entrenchment (Proteção da Gestão)**

A proteção do interesse pessoal do gestor é a característica mais evidente desta teoria. A situação pode ocorrer, fundamentalmente, quando a gestão tenta tornar a empresa-alvo menos atrativa para a empresa adquirente – recorrendo a uma *poison pill*, por exemplo – ou quando tenta prevenir que a oferta seja feita aos acionistas – recusando-a simplesmente (Smadja, 2008).

Por sua vez, as medidas de defesa extremamente preventivas tomadas pelo gestor, a pensar na sua própria posição, prejudicam a riqueza acionista, em consequência da reavaliação das ações da empresa por parte do mercado (Gaughan, 2007).

### **Shareholder Interest (Interesse do Acionista)**

Esta teoria realça o aumento da riqueza acionista durante o processo da oferta de aquisição hostil proposta pela empresa adquirente. Na medida em que a empresa não despense recursos adicionais para prevenir as tentativas de aquisição, o aumento do valor acionista durante esse período é conseguido pela poupança nos custos de defesa e pela asserção de que a gestão não retirará as medidas defensivas enquanto a proposta não defender o interesse acionista (Gaughan, 2007).

## 2.4. *Corporate Governance* e Teoria da Agência

Um assunto relevante no contexto das operações de aquisição é o conceito de *corporate governance*. Mas a sua compreensão requer uma breve passagem pela teoria da agência.

O enquadramento das relações entre acionistas e gestores é essencial para entender o conjunto de leis, regulamentos, estruturas e órgãos societários que compõem a *corporate governance* (Neves, 2006). O autor Gaughan (2007) afirma que a *corporate governance* é um conceito complexo e que tem sido marginalizado devido a um conjunto de “más-condutas empresariais”, as quais têm conduzido as empresas a alterarem os seus regulamentos, os seus estatutos e as suas estruturas. Neste domínio, a lei Sarbanes-Oxley (LSO) aplicou reduções significativas na criação de oportunidades de conflitos de interesses e permitiu uma significativa diminuição dos problemas de agência.

Uma relação de agência pode ser definida como um contrato em que uma ou mais pessoas (principal) responsabilizam um terceiro (agente) para executar alguma tarefa de autoridade, que neste caso corresponde à gestão de uma empresa. Considerando que ambos – principal e agente – são maximizadores de utilidade, então é possível assumir que o agente nem sempre agirá no interesse do principal, criando problemas de agência (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989).

A criação de incentivos para o agente pode garantir que não atuará no seu interesse pessoal. Jensen e Meckling (1976) afirmaram que a teoria da agência “*conduziria a uma teoria rica das organizações que, neste momento, falta na economia e ciências sociais em geral*” (p.309). A *corporate governance* representa um mecanismo que pode diminuir os problemas da teoria da agência, incorporando um conjunto de mecanismos que facilitam a relação entre o agente e o principal. Isso pode acontecer através das estruturas e órgãos societários, dos sistemas de gestão e da avaliação de performance, que incluem sistemas de incentivos e remuneração. Considerando que o objetivo é alinhar os interesses dos acionistas com os dos gestores, sistemas de avaliação de performance, remuneração e incentivos podem ser cruciais para reduzir os custos de agência. No entanto, isso pode não ser suficiente, na medida em que o sistema de valores dos agentes é essencial para determinar o seu comportamento (Neves, 2006).

A teoria da agência tenta resolver dois problemas, problema da agência e problema da partilha de risco: o primeiro tem relação com conflito de interesses entre agente e principal e a dificuldade que o principal tem em monitorizar o agente; o segundo surge quando agente e principal têm diferentes atitudes face ao risco (Eisenhardt, 1989).<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> A separação entre propriedade e controlo é uma das grandes discussões na teoria de agência. A problemática subjacente no mundo empresarial moderno está associada ao problema geral da agência (Jensen & Meckling, 1976) e os problemas causados por essa separação devem ser controlados (Fama & Jensen, 1983).

## **2.5. Bid Premium (Prémio)**

*Bid Premium* (ou “prémio”) corresponde à diferença entre valor oferecido pela empresa adquirente e o valor real da empresa-alvo no mercado. Normalmente, os prémios são bastante elevados pelo facto de a empresa adquirente pretender uma resposta positiva por parte da empresa-alvo (Schoenberg, 2003).

O conceito de prémio está, frequentemente, ligado com a decisão que assegura o interesse do acionista (*shareholder interest*), atendendo a que a evidência empírica confirma uma correlação positiva entre o aumento da riqueza acionista e o aumento do prémio da empresa adquirente (Schoenberg & Thornton, 2006; Johansson & Torstensson, 2008).

O autor Schwert (1996) verificou que a concorrência provoca um aumento significativo no prémio de aquisição, confirmando os estudos divulgados por Bradley, Desai & Kim (1988), por Comment & Schwert (1995) e por Sacchetto & Dimopoulos (2008). Schwert (2000) conclui que existe forte relação entre hostilidade em processos de negociação e a escolha estratégica da empresa-alvo para negociar, como forma de obter um maior prémio. Franks e Mayer (1996) também realizaram um estudo sobre o comportamento do prémio, tendo concluído que é maior numa proposta hostil do que numa proposta amigável.

## **2.6. Tender Offer**

*Tender offer* consiste numa oferta realizada pela empresa adquirente diretamente aos acionistas da empresa-alvo, por forma a adquirir as suas ações. Os custos associados a esta operação são mais elevados do que num negócio amigável, onde existe negociação entre as empresas envolvidas.

Normalmente, a iniciação deste tipo de aquisição significa que a empresa-alvo será adquirida, mesmo que não seja pela empresa adquirente que lança esta oferta. A *tender offer* pode iniciar um processo de “leilão” com outras empresas concorrentes, incrementando significativamente o custo da operação, mas também os ganhos para os acionistas (Gaughan, 2007).

Frequentemente, esta oferta é comparada a abordagem hostil, na medida em que surge apenas quando uma negociação amigável não é possível, forçando a gestão da empresa-alvo a igualar a proposta da empresa adquirente. Assim, a empresa-alvo vê-se forçada a criar valor para os acionistas, convencendo-os a não vender as suas ações.

A *tender offer* também pode constituir uma forma de resolver o problema de agência, principalmente se a empresa adquirente optar por uma *hostile tender offer*. A existência deste tipo de operação funciona como um mecanismo de controlo sobre os gestores mais



“egoístas” que considera, fundamentalmente, o seu próprio “bem-estar” e não promovem os interesses dos acionistas (Gaughan, 2007).

### 3. Estratégias Defensivas

A possível ocorrência de uma aquisição hostil impõe um conflito de interesses para a gestão da empresa-alvo, que vê nesta hipótese uma perda do seu “bem-estar”. As empresas adquirentes preferem empresas sólidas, mas com algum grau de ineficiência, nomeadamente em termos de gestão. Uma empresa demasiadamente vulnerável, ineficiente e mal gerida pode não interessar a potenciais adquirentes, tal como uma empresa muito sólida, em que a possibilidade de alterar a gestão seja mínima ou quase nula.

Recorrendo a estratégias defensivas, a gestão da empresa-alvo pode ganhar tempo para fortalecer a sua defesa, utilizar outras formas de defesa, ou obrigar a empresa adquirente a aumentar o valor da proposta (DePamphilis, 2010). Estratégias defensivas constituem meios para contrariar o sucesso das empresas adquirentes, que podem servir para travar uma proposta indesejada ou para aumentar o valor da proposta oferecida (DePamphilis, 2010; Yadav, 2011). Ao autor Stokka (2013) define as estratégias defensivas como ações tomadas pela empresa-alvo para desviar a tentativa de aquisições hostis. Podem identificar-se dois tipos de estratégias defensivas, as preventivas (ou pré-proposta) e as ativas ou (pós-proposta).

**Tabela 3: Tipos de Estratégias Defensivas**

ESTRATÉGIAS DEFENSIVAS	
<b>Preventivas ou pré-proposta</b> servem para prevenir a empresa-alvo de receber uma oferta não desejada por parte de uma potencial empresa adquirente (DePamphilis, 2011)	<b>Ativas ou pós-proposta</b> são utilizadas para tornar a empresa-alvo menos atrativa para a empresa adquirente, depois de receber uma proposta (DePamphilis, 2011)
<b>Poison-pills:</b> criação de títulos de direitos especiais que permitem a seu detentor comprar ações a metade do preço, aumentando o prémio (Gaughan, 2005) <b>Defesa Blowfish:</b> a empresa-alvo adquire novos ativos com o propósito de forçar o crescimento, aumentando o seu valor ao mesmo tempo que os seus ativos líquidos diminuem (Johansson & Torstensson, 2008) <b>Shark Repellants:</b> melhorias ou alterações nos estatutos das empresas, aplicadas com o intuito de aumentar a capacidade da gestão ou conselho de administração de reter o controlo da empresa (DePamphilis, 2010)	<b>White Knight e White Squire:</b> comprador mais desejado que toma o controlo da empresa-alvo, e função mais amigável adquirindo apenas uma pequena parte das ações que seja suficiente para afastar a adquirente, respetivamente (Weston <i>et al.</i> , 2004) <b>Greenmail:</b> recompra de ações, com um prémio face ao valor de mercado, a um acionista que tenha feito uma proposta hostil (DePamphilis, 2010) <b>Reestruturação e Reorganização Empresarial</b> <b>Crown Jewel:</b> venda dos ativos mais valiosos da empresa (Yadav, 2011) <b>Attack the Logic of the Bid:</b> processo de influência indicando que a operação não é boa para a empresa

<p><b>Super-Majority Amendment:</b> estratégia que necessita de uma maior percentagem de aprovação para aprovar uma fusão ou aquisição, por exemplo. Se esta medida for implementada a percentagem de aprovação necessária para a aquisição acontecer poderia estar na ordem dos 67-90%, dificultando a sua aquisição (Jarrell <i>et al.</i>, 1988; DePamphilis, 2010).</p> <p><b>Recompra de ações</b></p>	<p>(Weston <i>et al.</i>, 2004)</p> <p><b>Ação Judicial:</b> pareceres de entidades de regulação, alegando violação de leis anti concorrência ou práticas fraudulentas (Geraldes, 2009; Yadav, 2011)</p> <p><b>Defesa Pac-man:</b> contra-oferta da empresa-alvo à empresa adquirente quando esta tem maior dimensão (Gaughan, 2007; Yadav, 2011). É uma posição extrema e raramente usada que pode conduzir à falência de ambas (Geraldes, 2009)</p> <p><b>Management Buyout:</b> a gestão em exercício vai aumentando a sua posição na empresa-alvo (Shleifer &amp; Vishny, 1987)</p> <p><b>Informação Pública Positiva:</b> com o objetivo de aumentar o valor de mercado das ações (Johansson &amp; Torstensson, 2008)</p> <p><b>Recompra de ações</b></p> <p><b>Simplesmente dizer “Não”</b></p>
---	---

Fonte: elaboração própria.

## 4. Estudo Qualitativo

### 4.1. Objetivos e Levantamento de Hipóteses de Trabalho

O objetivo do estudo empírico consiste no apuramento das estratégias defensivas que se mostraram mais eficazes para as empresas-alvo reagirem contra OPA's hostis realizadas no mercado português entre 1991 e 2014. Mais precisamente, pretende-se identificar uma hierarquia das estratégias defensivas utilizadas, segundo o seu nível de eficácia, a partir das respostas ao inquérito em que participaram os agentes das empresas envolvidas nas OPA's.

Para desenvolver o estudo empírico em ordem ao objetivo traçado procedeu-se à formulação de três de hipóteses de trabalho:

**H<sub>1</sub>:** nem todas as estratégias defensivas têm o mesmo efeito perante uma OPA

**H<sub>2</sub>:** nem todas as empresas-alvo têm acesso às estratégias defensivas disponíveis

**H<sub>3</sub>:** existe um padrão hierarquizado nas estratégias defensivas das empresas-alvo

### 4.2. Amostra e Dados

O levantamento das OPA's foi realizado a partir da informação disponível nos relatórios anuais e nos boletins de cotação da CMVM, bem como em outros meios de comunicação social. A amostra inicialmente identificada para o estudo empírico era constituída por 192 OPA's ocorridas em Portugal no período compreendido entre 1991 e 2014. Contudo,

verificou-se que 2 operações foram retiradas, 32 ofertas foram lançadas no mesmo grupo empresarial, 18 empresas-alvo foram absorvidas por fundos ou empresas internacionais, 13 entidades não dispunham de informação para contacto e 113 não estiveram disponíveis para responder ao inquérito por falta de informação interna, por razões de confidencialidade ou pela antiguidade da operação. Considerando esta restrição, das 192 OPA's ocorridas nos últimos catorze anos, apenas 14 operações puderam ser incluídas na amostra do estudo empírico.

Os dados utilizados consistem nas respostas aos inquéritos remetidas pelos agentes das empresas que participaram nas OPA's.

### **4.3. Inquérito**

O objetivo proposto requer a utilização de uma abordagem qualitativa com recurso ao método dedutivo. Nesse contexto, o estudo empírico recorreu à elaboração de um inquérito (Apêndice 2) composto por 10 questões para averiguar a tipologia da aquisição, se era expectável, as estratégias defensivas adotadas antes e depois da oferta, o nível de eficácia das estratégias e as consequências negativas decorrentes das iniciativas de defesa.

Para prosseguir o estudo é necessário identificar o limiar de sucesso de uma operação. Assim, foi adotado como requisito para cada OPA um nível de sucesso igual ou superior a 50% relativamente à oferta proposta, independentemente de ser uma aquisição total ou parcial. Esta informação foi pesquisada nos relatórios anuais da CMVM e em outras fontes de comunicação. Nos casos em que a informação disponível não permitiu uma identificação rigorosa desse requisito optou-se por classificar como operação com informação insuficiente.

### **4.4. Resultados e Discussão**

De entre as 192 OPA's ocorridas em Portugal entre 1991 e 2014, tiveram sucesso 122 operações – em que as empresas adquirentes conseguiram atingir pelo menos 50% do objetivo pretendido –, tiveram insucesso 56 operações e não foi possível classificar 14 operações devido a insuficiência de informação.

Considerando os 14 inquéritos respondidos, verificou-se que 9 das operações foram de cariz amigável e que 7 das operações eram expectáveis pela gestão.

No âmbito das estratégias defensivas pré-proposta apenas se apurou a utilização da *Super-Majority Amendment* e da Recompra de Ações. A primeira estratégia foi usada em 2 operações e sempre em combinação com a segunda estratégia que foi usada em 8 operações. Atendendo a essa combinação, torna-se impossível averiguar a eficácia isolada

da estratégia *Super-Majority Amendment*. A combinação destas estratégias evitou o sucesso das empresas adquirentes nas 2 operações e a Recompra de Ações evitou o sucesso das empresas adquirentes noutras 3 operações.

Atendendo a que a Recompra de Ações foi bem sucedida em mais de metade das vezes em que foi utilizada, a estratégia defensiva foi classificada como muito eficaz. Por outro lado, considerando que a *Super-Majority Amendment* foi bem sucedida em todas as operações em que foi utilizada, embora em combinação, a estratégia defensiva foi classificada como moderadamente eficaz (veja-se Tabela 4).

No âmbito das estratégias defensivas pós-proposta apurou-se a utilização da *Greenmail*, da Reestruturação e Reorganização, da *Attack the Logic of the Bid*, da Ação Judicial, da *Management Buyout*, da Informação Pública Positiva e da Recompra de Ações. Novamente, a Recompra de Ações foi a estratégia mais usada, em 4 operações, e a que produziu mais sucesso, em 3 operações. Menos usadas foram a *Attack the Logic of the Bid* e a *Management Buyout*, em 3 e 2 operações, respetivamente. As restantes estratégias foram identificadas apenas uma vez.

Em 3 destas operações houve combinação de estratégias. A medida *Attack the Logic of the Bid* foi sempre combinada e apenas num caso evitou o sucesso da operação, tendo sido classificada como pouco eficaz. As medidas *Greenmail*, Reestruturação e Reorganização e Informação Pública Positiva foram usadas uma vez e não obtiveram sucesso, tendo sido classificadas como pouco eficazes. As medidas Ação Judicial e *Management Buyout* foram classificadas como moderadamente eficazes: a primeira teve sucesso quando utilizada, embora sempre combinada ou com a Recompra de Ações ou com a *Attack the Logic of the Bid*; a segunda teve sucesso em metade das vezes em que foi utilizada, sempre independentemente (veja-se Tabela 4).

A análise das respostas ao inquérito e as classificações atribuídas em função da eficácia foram organizados na Tabela 4.

**Tabela 4: Hierarquia das Estratégias Defensivas Utilizadas pelas Empresas-alvo**

	Estratégias Defensivas	
	Pré-proposta	Pós-proposta
Pouco Eficaz		<ul style="list-style-type: none"> <li>. <i>Attack the Logic of the Bid</i></li> <li>. <i>Greenmail</i></li> <li>. <i>Positive Public Information</i></li> <li>. Reestruturação e Reorganização</li> </ul>
Moderadamente Eficaz	<ul style="list-style-type: none"> <li>. <i>Super-Majority Amendment</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. <i>Management buyout</i></li> <li>. Ação Judicial</li> </ul>
Muito Eficaz	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Recompra de Ações</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Recompra de Ações</li> </ul>

Os resultados das 14 respostas ao inquérito destacam que a Recompra de Ações é a estratégia defensiva mais utilizada e a mais eficaz, tanto em situações de defesas pré-proposta de aquisição como em situações de pós-proposta. Além disso, os diferentes níveis de sucesso das estratégias defensivas permitem confirmar parcialmente a hipótese  $H_1$  anteriormente formulada, enquanto que a diferente frequência com que as medidas são utilizadas permite confirmar parcialmente a hipótese  $H_3$ . Contudo, a evidência não permitiu confirmar a hipótese  $H_2$  anteriormente formulada.

Os inquéritos respondidos não informaram a existência de contra-operações em nenhuma das OPA's. Mas houve ameaça de novas iniciativas por parte da mesma empresa adquirente, ou de outras empresas, no caso da empresa-alvo que não foi bem sucedida com a estratégia *Greenmail*. E em 8 operações a estratégia defensiva não foi reforçada, enquanto que em 3 operações não se obtiveram respostas.

Quanto aos encargos suportados com a estratégia defensiva, 2 empresas-alvo demoraram menos de 2 anos a diluir os gastos financeiros e 3 empresas-alvo demoraram entre 2 a 4 anos. As restantes empresas não responderam a esta questão.

Finalmente, as áreas mais afetadas para impedir o sucesso das OPA's foram a *Time-consuming* e as Estratégicas, a primeira indicada por 8 empresas e a segunda indicada por 5 empresas, seguidas pela área Financeira, indicada por 3 empresas e pelas áreas Judicial e Marca / Reputação, cada uma indicada por 1 empresa. As restantes empresas não responderam a esta questão.

## 5. Conclusão

Este artigo surge no contexto das combinações empresariais resultantes de processos de F&A e tem como enfoque específico as OPA's. As combinações constituem estratégias frequentemente seguidas pelas empresas para crescerem e para se internacionalizarem. O facto de o número de OPA's realizadas em Portugal não ser muito elevado, comparativamente ao de outros países, justifica a necessidade de aprofundar o conhecimento sobre a forma como as empresas-alvo reagem contra as iniciativas das empresas adquirentes. Esta foi a motivação para o nosso trabalho de investigação.

O objetivo principal do artigo consistiu na identificação de uma hierarquia das estratégias defensivas que se mostraram mais eficazes para as empresas-alvo reagirem contra OPA's hostis realizadas no mercado português. O estudo empírico baseou-se nas 14 respostas ao inquérito remetidas pelos agentes das empresas que participaram nas OPA's ocorridas em Portugal entre o ano 2000 e o ano 2014. O levantamento das OPA's contou com a informação disponível nos relatórios anuais e nos boletins de cotação da CMVM.

Foi adotado como requisito para cada OPA um nível de sucesso igual ou superior a 50% relativamente à oferta proposta, independentemente de ser uma aquisição total ou parcial. Devido ao número reduzido de inquéritos respondidos não foi possível confirmar na totalidade as hipóteses levantadas para o objetivo proposto. As hipóteses **H<sub>1</sub>** e **H<sub>3</sub>** só puderam ser confirmadas parcialmente, enquanto a hipótese **H<sub>2</sub>** não se conseguiu confirmar. Ainda assim, apurou-se que a Recompra de Ações – que pode ser utilizada como defesa pré-proposta e como defesa pós-proposta – foi a estratégia mais eficaz em mais de metade dos casos. Contudo, as iniciativas para impedir o sucesso das OPA's, desenvolvidas pelas empresas-alvo, tiveram consequências negativas nos domínios do tempo e da estratégia. E os encargos financeiros suportados com a estratégia defensiva levaram entre 2 e 4 anos a serem diluídos na maior parte das empresas-alvo. Tendo sido utilizada sempre em combinação com a Recompra de Ações, não foi possível identificar a eficácia isolada da estratégia *Super-Majority Amendment* nas duas vezes em que foi aplicada. O mesmo aconteceu com a estratégia *Attack the Logico of the Bid* e com a estratégia Ação Judicial, embora a primeira com menos sucesso do que a segunda e, assim, classificadas como pouco eficaz e moderadamente eficaz, respetivamente. Também se salienta que nunca existiu contra-operação, denunciando a falta de recurso a outro tipo de estratégias defensivas complementares ou adicionais.

Foram duas as principais limitações do estudo empírico. A primeira decorreu da fraca participação no inquérito por parte dos agentes envolvidos nas OPA's. O estudo exploratório desejado e concebido inicialmente foi limitado porque o objetivo definido pode condicionar os inquiridos a revelar informações acerca das operações que, muitas vezes, foram realizadas em ambientes hostis. Além disso, durante o intervalo temporal – superior a duas décadas – algumas das empresas envolvidas nas OPA's acabaram por ser incorporadas, vendidas ou dissolvidas, impossibilitando o contacto com os agentes intervenientes. A segunda consistiu na dificuldade do acesso à informação, nomeadamente quanto aos intervenientes nas OPA's ou às participações que as empresas adquirentes já dispunham nas empresas-alvo.

Em termos de propostas de investigação futura recomendamos o estabelecimento de uma fase prévia de sensibilização dos agentes envolvidos nas OPA's, de modo a acederem a participar num novo inquérito, e o alargamento do estudo ao mercado ibérico, de modo a confrontar os resultados deste artigo e a produzir novo conhecimento científico.

## Referências Bibliográficas

Anetie, “Manual de Fusões e Aquisições de Empresas no Sector das TIC”, <<http://www.anetie.pt/userfiles/9/file/documentos/Coopera%C3%A7%C3%A3o%20Competitiva/Manual%20de%20Fus%C3%B5es%20e%20Aq%20de%20Empresas%20no%20Sector%20das%20TIC%281%29.pdf>>

- Bradley, M., Desai, A., and Kim, E. H. (1988), "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40
- Carvalho, Preciosa C. S. (2012), "Reacção dos Mercados de Capitais aos Anúncios de OPA's em Portugal: Um estudo de evento", Dissertação Gestão das Organizações, Instituto Politécnico de Bragança
- Comment, R. & Schwert, G. W. (1995), "Poison or placebo? Evidence on the deterrent and wealth effects of modern antitakeover measures", *Journal of Financial Economics*, 39, 3-43
- Demidova, E. (2007), "Hostile takeovers and defenses against them in Russia." *Problems of Economic Transition*, 50(5), 44-60
- DePamphilis, D. (2010), *Merger and Acquisitions Basics: All You Need To Know*, London, UK: Elsevier Academic Press
- DePamphilis, D. (2011), *Merger, Acquisitions, and other Restructuring Activities*, 6<sup>th</sup> Edition, London, UK: Elsevier Academic Press
- Eisenhardt, Kathleen M. (1989), "Agency Theory: Assessment and Review", *Academy of Management Review*, Vol. 1, No. 1, 57-74
- Fama, E. F. & Jensen, Michael C. (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-326
- Franks, J. & Mayer, C. (1996), "Hostile takeovers and the correction of managerial failure", *Journal of Financial Economics*, 40, 163-181
- Gaspar, J. M., & Matos, P. (2005), "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 76, 135–165
- Gaughan, Patrick A. (2005), *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It*, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc
- Gaughan, Patrick A. (2007), *Mergers, Acquisitions, And Other Corporate Restructurings*, 4<sup>th</sup> edition, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc
- Geraldes, R. (2009), "Portugal Telecom - O Efeito da OPA na proposta de valor para os Accionistas da PT", Mestrado Executivo em Gestão, ISCTE Business School
- Herger, N. & McCorriston, S. (2013), "Horizontal, Vertical, and Conglomerate FDI: Evidence from Cross Border Acquisitions", Department of Economics: University of Exeter Business School, Study Center Gerzensee
- Jarrell, G. A., Brickley, J. A. & Netter, J. M. (1988), "The Market For Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, pp. 49-68
- Jensen, M. C., & Ruback, R.S. (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50
- Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October, V. 3, No. 4, pp. 305-360
- Johansson, M. & Torstensson, M. (2008), "Hostile Takeovers – The Power of the Prey", Master's Thesis in Finance, Jönköping International Business School, Jönköping University, Suécia
- Martynova, M. & Renneboog, L. (2006), "Mergers and acquisitions in Europe", *Tilburg Discussion paper*, Tilburg University, 1-77
- Neves, J. C. (2006), "Corporate e teoria da agência", *Diário de Notícias*, <[http://www.dn.pt/inicio/interior.aspx?content\\_id=648449&page=-1](http://www.dn.pt/inicio/interior.aspx?content_id=648449&page=-1)>, data de consulta: 22/12/2014
- Sacchetto, S. & Dimopoulos, T. (2008), "Preemptive Bidding, Target Resistance and Takeover Premia: An Empirical Investigation", *Job Market Paper*, London Business School, London
- Schoenberg, R. & Thornton, D. (2006), "The Impact of Bid Defenses in Hostile Acquisitions", *European Management Journal*, 24, 142-150
- Schoenberg, R. (2003), "Mergers and acquisition: Motives, value creation and implementation", *The Oxford Handbook of Corporate Strategy* (eds). Faulkner & Campbell, Oxford University Press
- Schwert, G. William (1996), "Mark-up Pricing in Mergers & Acquisitions". National Bureau Of Economic Research, NBER Working Paper Series

- Schwert, William G. (2000), "Hostility in Takeovers: In The Eyes of the Beholder?", *The Journal of Finance*, Vol. VI, No. 6, 2599-2640
- Shleifer, A. & Vishny, Robert W. (1987), "Management Buyouts as a Response to Market Pressure", In *Mergers and Acquisitions*, ed. Alan J. Auerbach, University of Chicago Press, pp. 87-102
- Smadja, C. (2008), "Hostile Takeovers and Directors' Duties: From Delaware to Brussels, what's best for shareholders?", Master's Thesis, McGill University, Montreal
- Steinbächer, J. (2007), "Defense Strategies Against Hostile Takeovers", Bachelor Thesis, Norderstedt Germany, GRIN Verlag
- Stokka, Simen H. (2013), "Defence Tactics in Hostile takeovers – An Analysis of the Rules Imposed on the Pursued Target", In *Southampton Student Law Review 2013, Volume 3, Issue 1*, ed. Louise Cheung, Southampton Law School, pp. 1-28
- Strategic Management Insight, "Horizontal Integration & Vertical Integration", <<http://www.strategicmanagementinsight.com/topics/horizontal-integration.html>> e <<http://www.strategicmanagementinsight.com/topics/vertical-integration.html>>, data de consulta: 29/05/2014
- Weston, J. F., Mitchell, M. L. & Mulherin, J. H. (2004), *Takeover, Restructuring, and Corporate Governance*, 4th edition, New Jersey, USA: Pearson Prentice Hall
- Yadav, A. (2011), "Hostile Takeovers and its Defense Tactics", Institute of Law, Nirma University, India, Working Paper Series
- Zarin, S. & Yang, E. (2005), "Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them", Bachelor Thesis, University of Gothenburg, Suécia



## Apêndices

### Apêndice 1 – Lista de OPA's registadas entre 1991 e 2014

	Adquirente	Empresa-alvo	Anúncio preliminar
2014	JM Saúde	Espírito Santo Saúde SGPS, SA	11-09-2014
	Ángeles	Espírito Santo Saúde SGPS, SA	19-08-2014
	Fidelidade	Espírito Santo Saúde SGPS, SA	23-09-2014
	Terra Peregrin	PT SGPS, SA	11-11-2014
2013	Sonaecom SGPS, SA	ZON Optimus	29-10-2013
	Codecity Sports Management, Lda	Os Belenenses SAD	13-12-2012
2012	SGL Carbon GmbH, SA	Fisipe, SA	21-03-2012
	Intercement Austria Holding GmbH	Cimpor SGPS, SA	30-03-2012
2011	Tagus Holdings	Brisa, SA	29-03-2012
	Traffic Sport Europe, Lda	Estoril Praia, SAD	12-10-2010
	Soc. Com. Orey Antunes	Soc. Com. Orey Antunes	24-06-2011
	Manuel Inácio & Filhos, SA	Rações Progado Centro Sul, SA	13-04-2011
2010	CSN Cement	Cimpor SGPS, SA	18-02-2009
	Teixeira Duarte, SA	Teixeira Duarte - Engenharia e Const, SA	17-02-2009
	Montepio Geral	Finibanco Holding, SA	29-07-2009
2009	Shin-Etsu International Eur BV	Cires, SA	09-12-2008
	Abel Saturnino	Grão Pará, SA	04-02-2009
	Abel Saturnino	Interhotel	04-02-2009
	Cerutil, SA	VAA SGPS, SA	19-01-2009
	Cerutil, SA	VA Grupo - Vista Alegre Part, SA	30-01-2009
2008	Lagos Soccer, SA	Estoril Praia, SAD	11-04-2008
	Papeles Y Cartones de Eur, SA	Gescartão SGPS, SA	31-10-2006
	Sonaecom SGPS, SA e Sonaecom BV	PT, SA	07-02-2006
	Sonaecom SGPS, SA e Sonaecom BV	PTM SGPS, SA	07-02-2006
	Investfino SGPS, SA	Grupo Soares da Costa	12-10-2006
	Vertex SGPS, SA	Grupo Media Capital	26-10-2006
	Violas SGPS, SA	Solverde, SA	06-02-2007
	BCP, SA e BCP Inv BV	BPI	13-03-2006
	Mota-Engil - Amb e Ser SGPS, SA	TERTIR	17-10-2006
	Mota-Engil - Amb e Ser SGPS, SA	TERNOR	17-10-2006
2007	Vertex SGPS, SA	Grupo Media Capital	06-02-2007
	Vertex SGPS, SA	TVI, SA	06-02-2007
	Metalgest SGPS, SA	SLB, SA	15-06-2007
	Stone Holding Company Limited	COFACO, SA	03-10-2006
	Tecnoholding SGPS, SA	EFACEC Capital SGPS, SA	27-09-2005
	RL - SGPS, SA	TERTIR	21-03-2006
	RL - SGPS, SA	TERNOR	21-03-2006
	Cirio de Rica, S.P.A	Sopragol, SA	09-06-2005
	Securitas AB	Securitas AB	//
	A. Silva & Silva SGPS, SA	SOPOL, SA	03-06-2005
2005	PEC - Prod. Pecuários Port, SGPS, SA	PEC Tejo	10-08-2005
	PEC - Prod. Pecuários Port, SGPS, SA	PEC Nordeste	10-08-2005
	ATPS II SGPS, SA	Ibersol	18-10-2005

2004	António José da Silva Veiga	Estoril Praia, SAD	23-09-2003
	Edinger Holdings LLC	Grão Pará, SA	22-03-2004
	Semapa Investments BV	Portucel, SA	06-07-2004
	Sacyr Vallehermoso	Somague SGPS, SA	22-12-2003
	Sacyr Vallehermoso	Warrants emitidos pela Somague	22-12-2003
	Vodafone Group, PLC	Vodafone Telecel	05-02-2003
	Cidadela, SA	Sociedade das Águas Cúria, SA	24-01-2003
2003	Banco Popular Español, SA	Banco Nacional de Crédito, SA	22-01-2003
	Caixa Central, CRL	Central Banco de Inv, SA	07-08-2003
	Rentipar SGPS, SA e Finpro SGPS, SA	Banif, SGPS, SA	05-06-2003
	Bar-Bar-Idade-Glass, SA	BA - Fábrica de Vidros Barb & Almeida, SA	24-07-2003
2002	Banif Comercial SGPS, SA	Banco Comercial dos Açores, SA	28-06-2003
	M. J. Pestana Soc Turismo da Mad, SA	ITI, SA	13-11-2001
	Sonae SGPS, SA	Modelo Continente SGPS, SA	08-02-2002
	Imob Grão-Pará	Interhotel, SA	26-04-2002
	S.I.N SGPS, SA	Soc. Com. Orey Antunes	19-07-2002
	Triângulo-Mor	Soc. Com. Orey Antunes	22-07-2002
	Petrogal, SA	Sacor Marítima, SA	05-07-2002
	ASLE, SGPS, SA	Lusomundo SGPS, SA	13-10-2000
	Iberholding SGPS, SA	Colep, SA	06-11-2000
	BPI SGPS, SA	Douro SGPS, SA	05-07-2001
	Banco Bilbao Viscaya Arg Port, SA	Crédit Lyonnais Portugal, SA	31-10-2000
	Portucel, SA	Soporcel, SA	13-12-2000
	Nutrinveste SGPS, SA	Fábricas Triunfo, SA	31-08-2001
	PTM SGPS, SA	PTM.com SGPS, SA	05-01-2001
	Gaudriot	Hidroprojecto, SA*	24-07-2001
	2001	Sonae SGPS, SA / Grosvenos Acq CE LTD	Sonae Imobiliária SGPS, SA
Cofina SGPS, SA		F. Ramada, SA	16-10-2001
Caixa, Empresas de Crédito, SGPS, SA		Imoleasing, SA	14-11-2001
Heller SGPS, Lda		Heller Factoring Portuguesa, SA	17-05-2000
Cofina SGPS, SA		Companhia Celulose do Caima	20-10-2000
Navivessel - Estudos e Projectos Nav, SA		Lisnave	18-08-2000
Engil SGPS, SA		Mota & Companhia	09-10-2000
Indasa II - Abrasivos Flexíveis, SA		Luzostela	28-08-2000
Centralacer - Central de Cerv, SA		Água de Luso	28-07-2000
Cinveste SGPS, SA e PTM		Lusomundo SGPS, SA	24-07-2000
2000	PTM SGPS, SA	Lusomundo SGPS, SA	03-04-2000
	Algosi SGPS, SA e Vallis SGPS, SA	Engil SGPS, SA	23-07-1999
	VTR SGPS, SA	Centralacer, SA	22-12-1999
	Secilpar, S.L	Cimpor SGPS, SA	15-06-2000
	Companhia Seguros Açoreana, SA	O Trabalho - Companhia de Seguros, SA (98,97%)	
	Companhia Seguros Açoreana, SA	O Trabalho - Companhia de Seguros, SA (1,032%)	
	Santusa Holding, S.L	Banco Totta & Açores, SA	18-04-2000
	Santusa Holding, S.L	Crédito Predial Português	18-04-2000
	A. Silva & Silva SGPS, SA	SOPOL, SA	18-02-2000
	Caixa Part SGPS, SA	Imoleasing, SA	20-04-2000
	Caixa Geral de Dep, SA	Locapor, SA	28-01-2000
	BCP, SA	Banco Mello, SA	11-01-2000

	Parbanca SGPS, SA	Comp. Seg. Mundial Confiança	19-04-2000
	BCP, SA	BPSM	19-07-1999
	Sonepar Dist Ibérica, SA	Sabel, SA	
	Kimberley Trading, SA	TVI, SA	16-06-1999
	Cofina SGPS, SA e BPI - Part SGPS, SA	Investec	17-08-1999
	Lusomundo Media SGPS, SA	Investec	30-08-1999
	BCP, SA	Companhia Seguros Império, SA	11-01-2000
	Viacer, Sarc, Cosar e Cervunião	Unicer	10-02-2000
	Primical SGPS, Soc Unip, Lda	Colep, SA	16-12-1999
	Silger	A. Silva & Silva	20-08-1999
	Planfipsa	Lusotur	
	Estoril Sol	Sopete	
	Estoril Sol	Sopete	
1999	EPM	Caima	
	Indasa II - Abrasivos Flexíveis, SA	Luzostela	
	Amorim Lage	Nacional	
	BICC Portugal	BICC Celcat	
	Alves Ribeiro SGPS	Mundicenter	
	Safege	Hidroprojecto, SA	
	Luxpar SGPS	Soja de Portugal	
	BPSM	BTA	
1998	Navivessel - Estudos e Projectos Nav, SA	Gestnave	
	V.A Grupo e Emp Electro Cerâmica	Cerexport	
	Axa Participations	Axa Portugal	
	Gierlings Velpor	Veldec Têxteis	
	Jerónimo Martins	VM & PS	
	Probos	Proholding	
	Grupo Media Capital	Rádio Comercial	
	Arbitrium	Orbitur	
1997	BFB	Int. Factors	
	VA - Soc Controlo	VA Grupo	
	Amorim Inv e Part	Capital Plus	
	Renova	Proemba	
	Amorim Invest.	Capital Plus	
	Spasa	BCM	
	Amorim Invest.	Figueira Praia	
	Sousa Cintra	VMPS	
1996	Mundigere SGPS	Mundiunter	
	Gestres	Hotelagos	
	BFE	Euroleasing	
	Chemical e Mun. Conf.	B. Chemical	
	BESCL	BIC	
	BPI SGPS, SA	Grupo BFE	
	Sonae Inv	Interlog	
	BNU	SPL	
1995	BCP / Império	BPA	
	BPI	Inter-Risco	
	Império / BCP	UBP	

	BESCL	BIC
	Sonae Turismo	Solinca
	Laufen	Cinca
	Modelo Continente	Modelo SGPS
	Pingo Doce	Inô
	Marconi	Time-Sharing
	Engil SGPS	Engil, SA
	Engil SGPS	Engil, SA
	PFA Tiard	SPS
	Jornalgeste	Emp. Jornal Notícias
	TMB	Proalimentar
	CDME Sud	Somil
	FM	Mota & Companhia
	Interfina SGPS	OPCA, SA
	International Finance Associates SGPS, SA	Citibank Portugal, SA
	SOGEFI, SA	Soponata, SA
	IBERPAR SGPS, SA	Laboratório Iberfar, SA
	Salgueiros, Lda	Companhia Aveirense de Moagens, SA
	Banco de Fomento e Exterior (BFE), SA	Leasinvest, SA
	TI GEST SGPS, SA	Transinsular, SA
1994	PRISMA - Inv e Part, SA	MABOR, SA
	Nutrinveste SGPS, SA	Produtos Alim António & Henrique Serrano, SA
	SAPEC PORTUGAL SGPS, SA	SPC - Serv. Port. Contentores
	Tabaqueira - Emp. Comercial e Ind., SA	Cotapo
	Solidal - Condutores Electricos, SA	Cabelte, SA
	BPI, SA	Inter-Risco, SA
	União de Bancos Portugueses, SA	Lusoleasing, SA
	Pingo Doce	Inô Supermercados, SA
	?	Sapec Portugal SGPS, SA
	FENALU – Gestão de Invest e Part, SA	CPH - Comp. Portuguesa e Higiene, SA
	?	ALCO - Algodoeira Comercial e Ind., SA
1993	Empresa Madeirense de Tabacos	SAVOI, SA
	?	SOLIDAL - Condutores Eléctricos, SA
	Santander	BCI - Banco de Comércio e Indústria, SA
	Finantia, SA	F. Ramada, SA
	José Roquette	Sofinloc, SA
	Bormaia S.A	Finagra - Soc. Ind e Agrícola, SA
	Indesit ??	Bordalima - Ind. Bordados, SA
	?	Merloni Electrodomésticos, Sa
	Grupo Barloworld	SICEL, SA
1992	BCP	S.T.E.T. - Soc. Téc. Equip e Tractores, SA
	Sonae Inv	CISF - Comp. Inv e Serv Fin, SA
	BCP ??	INTERLOG, SA
	BCP	Ocidental Holding SGPS, SA
	?	Nacional Factoring, SA
	Banco Comercial Macau, SA	Indasa - Ind Abrasivos
1991	Finantia, SA e Quarenta Mais Quatro, Lda	Sofinloc, SA
		Sofinloc, SA

Banco Comercial Macau, SA  
União de Bancos Portugueses, SA  
EPM SGPS, SA  
Seda  
BPI

Sofinloc, SA  
Lusoleasing, SA  
Caima  
Novembal  
Banco Fonseca & Burnay

## Apêndice 2

Inquérito sobre estratégias defensivas em OPA's realizadas no mercado português entre 1991 e 2014.

1. Desempenha funções na área financeira da Empresa?
  - Sim
  - Não
  
2. Que cargo ocupa na Empresa?  
\_\_\_\_\_ (resposta aberta)
  
3. A OPA em que a empresa se envolveu foi considerada:
  - Amigável
  - Hostil
  
4. A OPA era expectável pela Gerência/Administração?
  - Sim
  - Não
  
5. Indique as estratégias defensivas que a empresa adotava, antes do anúncio da operação, para se proteger de iniciativas de OPA's hostis:
  - Blowfish*
  - Poison Pills*
  - Recompra de Ações
  - Staggered Board (Shark Repellant)*
  - Golden Parachutes (Shark Repellant)*
  - Super-Majority Amendment*
  - Outra (qual): \_\_\_\_\_
  
6. Indique as estratégias defensivas que a empresa passou a adotar, depois do anúncio da operação, para se proteger de iniciativas de OPA's hostis:
  - Atacar a lógica da proposta
  - Reestruturação empresarial
  - Crown Jewel*
  - Greenmail*
  - Management Buyout*
  - Pac-man*
  - Informação Pública Positiva
  - Recompra de Ações
  - Scorched Earth*
  - White Knight*
  - White Squire*
  - Ação Judicial
  - Outra (qual): \_\_\_\_\_
  
7. De entre as seguintes estratégias defensivas, indique a(s) que foi(ram) mais eficaz(es) no caso da OPA não ter sido bem sucedida, ou de ter sido atrasada:
  - Blowfish*
  - Poison Pills*
  - Staggered Board (Shark Repellant)*
  - Golden Parachutes (Shark Repellant)*
  - Recompra de Ações
  - Super-Majority Amendment*

- Atacar a lógica da proposta
- Reestruturação empresarial
- Crown Jewel*
- Greenmail*
- Management Buyout
- Pac-man*
- Informação Pública Positiva
- Scorched Earth*
- White Knight*
- White Squire*
- Ação Judicial
- Outra (qual): \_\_\_\_\_

8. Indique as áreas em que ocorreram consequências negativas motivadas pelas iniciativas para impedir o sucesso da OPA:

- Financeiros
- Judiciais
- Marca / Reputação
- Estratégicas
- Perda de posição no mercado / clientes
- Perda de quota de mercado
- Eficiência
- Time-consuming*
- Estrutura de capital
- Outro: \_\_\_\_\_ (resposta aberta)

9. Houve contra-operação (contra-oferta)?

- Sim
- Não

10. A estratégia de defesa utilizada determinou o insucesso da OPA?

- Sim
- Não

11. Se sim, os gastos financeiros decorrentes da estratégia de defesa foram diluídos em quantos anos?

- $N^{\circ} < 2$
- $2 < N^{\circ} < 4$
- $N^{\circ} > 4$

12. A estratégia de defesa montada foi reforçada?

- Sim
- Não

13. Sentiu o risco do surgimento de novas iniciativas por parte do mesmo ou de outro oferente?

- Sim
- Não